

LA LETTRE DU

N° 144 - MARS 1996

CEPII CENTRE
D'ÉTUDES PROSPECTIVES
ET D'INFORMATIONS
INTERNATIONALES

TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DANS LES PAYS EUROPÉENS

Une même variation des taux d'intérêt peut-elle avoir un impact différent selon les pays ? Cette question revêt une importance particulière dans la perspective de la monnaie unique. En effet, si les réactions des économies nationales à une même variation du taux d'intérêt diffèrent trop, une politique monétaire commune peut créer des divergences entre les pays. C'est pourquoi de nombreuses études, menées surtout dans les banques centrales des pays européens et à la B.R.I., se sont récemment penchées sur cette question. Pour chacun des canaux de transmission de la politique monétaire, plusieurs sources de divergence possibles ont été identifiées : point par point, les particularités nationales paraissent importantes, notamment en ce qui concerne les ménages. Pour autant, la réaction globale de la demande à une variation des taux d'intérêt est probablement moins disparate, car certains effets peuvent se compenser. Les estimations qui sont présentées ici ne permettent pas de mettre en évidence de nettes divergences entre les pays.

■ Des canaux de transmission multiples

Dans la plupart des pays européens, le contrôle des taux d'intérêt est maintenant au centre de la politique monétaire. Pourtant malgré l'unicité de l'instrument, les interactions avec la sphère réelle sont nombreuses et complexes et plusieurs canaux de transmission sont généralement identifiés. Un premier canal transite par l'effet direct des variations de taux d'intérêt sur la demande finale — à travers les variations du revenu et l'arbitrage entre dépense et épargne — ainsi que par l'effet des variations de la quantité de monnaie sur le comportement des agents. Un deuxième canal "par le crédit" a suscité récemment une littérature abondante. Il passe par des modifications de l'offre de crédit des banques, qui peuvent amplifier les effets de la politique monétaire, la variation des prix d'actifs pouvant aussi servir d'accélérateur¹. Enfin, un dernier canal passe par le taux de change, puisqu'une hausse des taux d'intérêt produit en général une appréciation de la monnaie qui amplifie l'effet récessif et désinflationniste attendu.

Tout porte à croire que l'importance relative de ces canaux de transmission et leur mode de fonctionnement diffèrent selon les pays. Les raisons en sont simples : les systèmes financiers ont des structures et des réglementations disparates, les circuits de financement sont plus ou moins désintermédiés et intégrés, les pratiques d'indexation plus ou

moins répandues, les degrés d'ouverture divers, l'intensité de la concurrence bancaire variable selon les pays, etc.

Une première source de divergence entre les pays est liée à la manière dont les taux des crédits réagissent aux variations du taux du marché monétaire contrôlé par la banque centrale. L'intégration plus grande des marchés financiers, leur décloisonnement, la création de nouveaux produits de finance directe ont partout renforcé la liaison entre les différents taux d'intérêt. Cependant, l'action de la banque centrale sur le taux du marché monétaire se trouve inégalement répercutée sur les conditions appliquées aux agents non financiers et notamment sur le taux du crédit bancaire.

Deux études récentes ont calculé la réponse du taux du crédit bancaire à un point de hausse du taux d'intérêt en comparaison internationale². A long terme, la répercussion est complète dans la plupart des pays. Cependant les délais sont variables : l'ajustement se fait très vite, dans le trimestre suivant, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas, plus lentement en Allemagne et en Italie, puisque le taux du crédit n'a varié que de 0,4 et 0,7 point au bout de trois mois. En France, au Danemark et en Finlande, il est plus inerte : après six mois, moins de la moitié du changement du taux du marché monétaire a été répercutée. Le degré

1

1. Voir *La Lettre du CEPII*, n° 132, février 1995.

2. "Financial Structure, Bank Lending Rates and the Transmission Mechanism of Monetary Policy", C. Cotarelli et A. Kourelis, *IMF Working Paper*, mars 1994, et "The Response of Short-Term Bank Lending Rates: a Cross-country Perspective", C. Borio et W. Fritsch, in *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, B.R.I., W. C.B. 394, Bâle, pp. 106-153, mars 1995.

de décloisonnement du système financier, qui facilite ou non les arbitrages entre les marchés, et l'intensité de la concurrence dans le système bancaire, qui conditionne les possibilités d'entente entre banques, expliquent sans doute ces différences.

■ Des pratiques bancaires disparates

Les pratiques bancaires concernant l'indexation du crédit sont également importantes. Ainsi, en France, le taux de base bancaire est de moins en moins utilisé pour les crédits bancaires et l'indexation sur le taux du marché monétaire s'est beaucoup développée. Des enquêtes récentes menées par les banques centrales et la BRI ont permis de mieux connaître les pratiques en matière d'indexation du crédit, même si les chiffres publiés sont fragiles et difficilement comparables d'un pays à l'autre³. Les différences les plus frappantes tiennent au marché hypothécaire : 95% de ces crédits sont accordés à taux complètement fixes en France, contre 75% en Autriche, 25% en Italie, et 10% seulement au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Allemagne. Lorsque les taux sont ajustables, des différences existent aussi : en Italie, les crédits hypothécaires sont directement indexés sur le court terme ; au Royaume-Uni, ils sont accordés à taux révisables à discrétion par le prêteur sans référence particulière ; en Allemagne, 45% des prêts seraient à taux révisables et 45% à taux renégociables, à intervalles réguliers fixés par le contrat. Ainsi, une hausse des taux d'intérêt ne produit d'effet que marginal en France et 25% seulement des ménages sont pénalisés en Autriche. Au contraire, dans les autres pays européens, une hausse des taux provoque un alourdissement général des charges d'intérêt des ménages.

Dans le cas des entreprises, il faut prendre en compte non seulement les pratiques d'indexation du crédit bancaire, mais aussi le coût des autres modes de financement. Ainsi, dans les pays anglo-saxons, si la dette bancaire est souvent indexée sur le court terme, comme pour les ménages, le financement par titres longs est important, ce qui compense. Au total, les différences apparaissent moins marquées que pour les ménages, même si le financement à taux courts ou ajustables apparaît prépondérant en France et en Italie et moindre dans les autres pays européens considérés. En outre, ces écarts ont sans doute peu d'incidence sur les grandes entreprises, qui peuvent se couvrir contre les risques de variations de taux d'intérêt et arbitrer sur les marchés internationaux : les emprunts en devises représentent environ 20% des prêts aux entreprises en Italie et au Royaume-Uni et contribuent à atténuer l'effet de la politique monétaire interne. Ces différences d'indexation des taux d'intérêt, qui ne semblent pas s'atténuer avec le temps, créent certainement des disparités.

Un autre facteur important tient au rôle du crédit à taux préférentiel. En France, par exemple, ces crédits à taux bonifiés représentaient encore 57% du total du crédit en 1986⁴. Depuis la libéralisation financière, ils ont baissé notablement, mais atteignaient encore 28% du total en 1992. Ils sont prépondérants dans le secteur du logement. La mise en place récente de crédits à 0% témoigne de l'actualité de cette pratique. Il s'agit d'assurer des conditions de financement plus favorables à des secteurs jugés prioritaires. Autre exemple, en Allemagne, après la réunification, la moitié des prêts aux nouveaux Länder étaient accordés à taux préférentiels, tempérant ainsi pour eux la rigueur de la hausse des taux de l'époque. Ces pratiques atténuent l'effet de la politique monétaire et sont sans doute très différentes d'un pays à l'autre.

Les restrictions à l'accès au crédit sont également sources de divergence : des contraintes de liquidité diverses, imposées par les banques, pèsent sur les ménages et souvent aussi sur les petites et moyennes entreprises. Il peut s'agir pour les PME de marges de taux d'intérêt dissuasives pour les entreprises à faible rentabilité ou de demandes de garanties telles qu'elles réduisent le crédit distribué. Pour les ménages, les seuils d'endettement maxima ou les contraintes sur l'apport initial dans l'achat au logement modulent leurs possibilités de réponse aux variations de taux d'intérêt.

Les particularités nationales paraissent plus marquées pour les ménages que pour les entreprises

Un indicateur intéressant à cet égard est l'apport personnel initial requis au minimum par la réglementation pour un emprunt en vue de l'acquisition d'un logement⁵ : il est très élevé en Italie (44%), en Autriche et au Portugal (40%), comparé à la France et à l'Allemagne (20%) et aux 13% seulement requis au Royaume-Uni. L'accès au crédit immobilier semble plus facile dans les pays scandinaves, puisque 95% de la valeur du logement peuvent être empruntés au Danemark et en Suède, et 85% en Finlande. De fait, les ménages sont, proportionnellement à leur revenu disponible, faiblement endettés en Italie, davantage en France et en Allemagne et beaucoup plus fortement au Royaume-Uni. Plus le crédit est contraint, moins la politique monétaire par le taux d'intérêt est efficace puisque l'arbitrage entre épargne et consommation ne joue plus librement.

Les ménages, qui sont globalement créditeurs dans tous les pays, sont gagnants en cas de hausse des taux par l'intermédiaire des intérêts qu'ils reçoivent. L'ampleur du gain dépend naturellement de la composition de leurs actifs. Plus les ménages sont créditeurs et les Etats

3. "The Structure of Credit to the Non-Government Sector and the Transmission Mechanism of Monetary Policy: A Cross-Country Comparison", C. Borio, *BRI, op. cit.*

4. "Factors Affecting the Process of Transmission of Changes in Interest Rates in France", B. Eufraun et J. Cordier : in "National Differences in Interest Rate Transmission", BRI C.B.393, Bâle, mars 1994.

5. "Saving, Growth and Liquidity Constraints", T. Jappelli et M. Pagano, *Quarterly Journal of Economics*, 1994, vol. CIX, issue 1, pp. 83-110.

endettés —comme c'est le cas par exemple en Italie—, moins la politique monétaire est efficace, puisque la hausse des taux d'intérêt, loin de contraindre la dépense des ménages, vient alimenter leur revenu et creuser le déficit public. Les effets de richesse, qui résultent de la modification de la valeur du patrimoine à la suite des variations des taux d'intérêt, dépendent aussi de la structure des actifs des agents. Ainsi, une hausse des taux d'intérêt se traduit par une baisse de la valeur des obligations, mais aussi généralement des actions. Si les ménages détiennent des montants importants de leur patrimoine sous cette forme, comme dans les pays anglo-saxons, ils seront conduits à épargner davantage pour le reconstituer ; d'où une baisse de la consommation, allant à l'encontre de l'effet de revenu précédent.

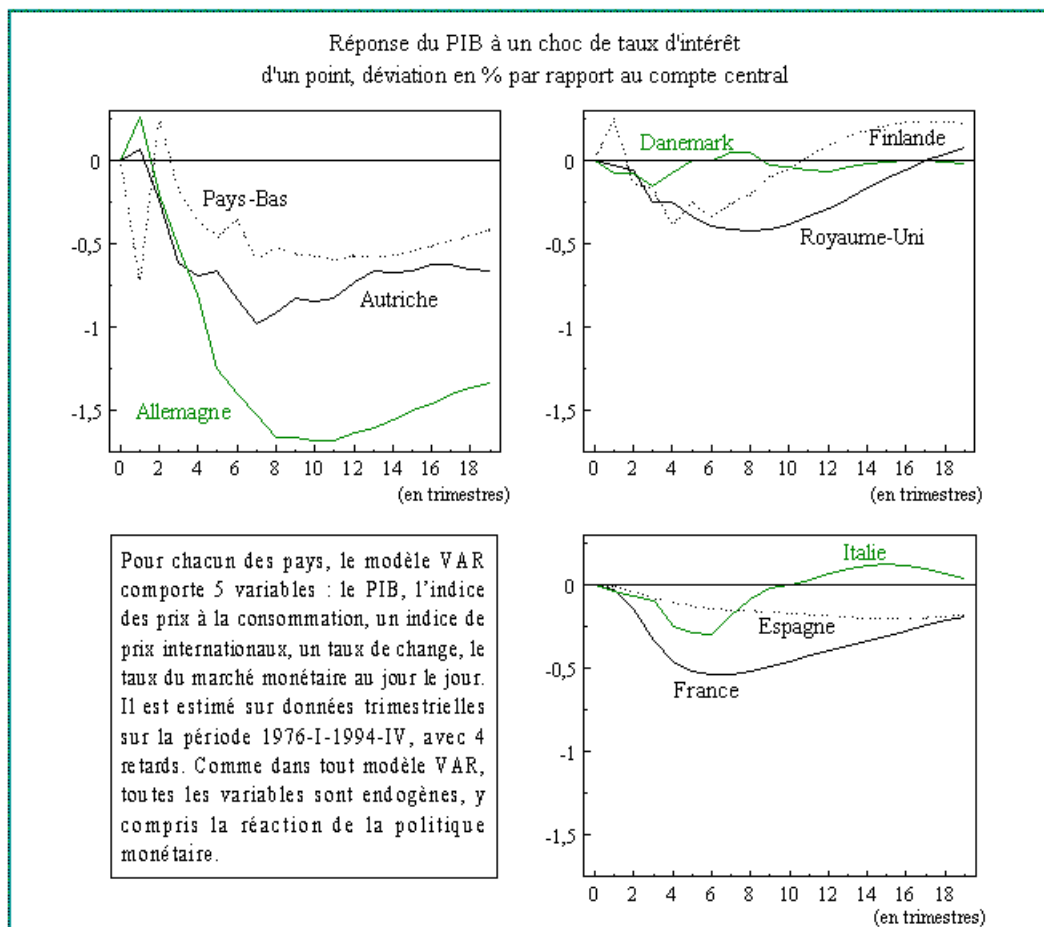
Pour les entreprises en revanche, effet de richesse, effet de revenu et effet de substitution entre dépenses et épargne jouent dans le même sens, pour limiter l'investissement en cas de resserrement monétaire : l'investissement devient plus coûteux par rapport à l'épargne, la charge de la dette augmente, limitant les profits. Les cours des actions ont tendance à baisser, augmentant les coûts d'émission de nouvelles actions et réduisant le crédit bancaire, car la valeur boursière de l'entreprise sert souvent de garantie.

A ces canaux de transmission internes de la politique monétaire, il faut naturellement ajouter les variations de taux de change. Elles contribuent en général à augmenter l'efficacité de la politique monétaire. En effet, un choc restrictif sur le taux d'intérêt s'accompagne généralement d'une appréciation du change, qui modère l'inflation et réduit la demande. L'intensité de cet effet est très variable puisqu'il est lié non seulement au degré d'ouverture de l'économie, mais aussi au degré d'engagement des autorités monétaires vis-à-vis d'un éventuel objectif de change.

■ L'impact global d'une hausse de taux

Les modèles macroéconométriques, qui tentent de représenter certains des effets décrits plus haut, sont souvent tributaires des choix théoriques qu'ils ont privilégiés. Les modèles VAR, comme celui qui a été utilisé ici⁶, prennent en compte toutes les interactions statistiques sans chercher à les expliciter et sans *a priori* théorique.

Cette dernière méthode a été employée pour simuler les effets sur l'activité d'une hausse transitoire d'un point du taux d'intérêt, dans neuf pays européens (voir encadré). Du fait que le taux d'intérêt est lui-même endogène dans



6. Pour plus de détails, voir : "The Transmission of Monetary Policy in the European Countries", F. Barran, V. Coudert et B. Mojon, *Document de travail CEPII*, n° 96-03, à paraître. Voir également S. Gørlach et F. Smets : "The Monetary Transmission: Evidence From G-7 Countries", *Document de travail BRI*, 1995.

le modèle, ce choc ne se résorbe que très progressivement au bout de 6 à 8 trimestres environ. Le choc restrictif sur la politique monétaire déclenche immédiatement une baisse du PIB dans les pays européens. L'ampleur semble particulièrement forte en Allemagne, plus modérée et assez comparable dans les autres pays. Cette chute de la production est généralement transitoire et se résorbe progressivement. Mais les délais apparaissent très longs. L'effet est maximum au bout d'un an à deux ans et demi selon les pays et reste sensible au bout de quatre ans en France, en Espagne, en Allemagne, en Autriche et aux Pays-Bas.

Malgré une indexation importante du crédit sur le court terme dans ce pays, la réponse du PIB au Royaume-Uni n'apparaît ni plus rapide ni plus ample que celle de la France. Une explication de ce paradoxe peut être trouvée dans la réaction des prix : loin de faire diminuer l'inflation, la hausse des taux d'intérêt au Royaume-Uni a tendance à l'augmenter mécaniquement puisque l'indice des prix à la consommation intègre le coût du crédit hypothécaire ; ceci limite probablement l'impact sur les salaires et donc l'effet sur l'activité.

C'est en Allemagne que le délai est le plus long, l'impact maximum étant obtenu après deux ans et demi et que l'effet est le plus fort. Il faut sans doute voir là une conséquence du type de modèle utilisé où les taux d'intérêt sont endogènes : la pratique particulière de la Bundesbank se caractérise souvent par des hausses et des baisses de taux d'intérêt effectuées de manière très graduelle ; les chocs de taux d'intérêt sont échelonnés dans le temps et sont donc plus persistants. C'est aussi le cas du choc effectué ici. Il n'est donc pas étonnant que ses effets durent plus longtemps et soient plus forts qu'ailleurs. Dans les modèles macro-économiques traditionnels, les effets d'une variation du taux d'intérêt en Allemagne apparaissent beaucoup plus faibles. Au total, en tenant compte de ces résultats, la politique monétaire allemande semble avoir un effet plus net sur l'activité, une hausse (respectivement une baisse) d'un point du taux d'intérêt ayant un effet récessif (resp. expansif) d'un point et demi de PIB, deux ou trois ans après. Mais la persistance de ses effets la rend sans doute plus difficile à gérer : ainsi la baisse d'environ deux points des taux d'intérêt intervenue en 1994 et 1995 n'aurait pas encore atteint son plein effet.

Globalement cependant, et à l'exception de l'Allemagne, les réactions des différentes économies européennes à une

hausse des taux d'intérêt n'apparaissent pas aussi différentes que ce qu'un examen attentif des modes de fonctionnement nationaux aurait laissé prévoir. Les écarts que révèlent les estimations sont en général en deçà des intervalles de confiance calculés.

Si l'union monétaire se réalise, il est clair que certaines sources de divergence existant aujourd'hui disparaîtront. C'est bien sûr le cas du canal du taux de change. Les conditions d'accès au crédit peuvent également être harmonisées à mesure que la concurrence entre les banques de détail se trouverait stimulée par une monnaie commune. Cependant cette harmonisation prendra du temps. Le délai pour harmoniser les pratiques en matière d'indexation du crédit pourrait être encore plus long. En effet ces pratiques, de même que l'habitude des ménages de détenir leurs actifs sous telle ou telle forme, dépendent sans doute en partie de préférences collectives fondées sur une perception culturelle du risque financier. Celles-ci résultent du contexte historique propre à chaque pays, les revers de fortune des générations précédentes, dus aux variations de taux et d'inflation, ayant contribué à forger dans chaque pays un certain degré d'aversion pour le risque. Ce type de préférences collectives est sans doute plus long à modifier.

Virginie Coudert

4

Vient de paraître

ÉCONOMIE INTERNATIONALE

LA REVUE DU CEPII

N°64 - 4^E TRIMESTRE 1995

- L'AVENIR DES INSTITUTIONS DE BRIEFING WOODS : HALIFAX ET APRÈS.
- L'ÉVALUATION DU RISQUE DANS LES FRET INTERNATIONALS : LE CAS DU MEXIQUE EN 1994.
- CROISSANCE ET MARCHÉS FINANCIERS : UNE APPROCHE EMPIRIQUE.
- LES ÉCHANGES COMMERCIAUX ENTRE LES PAYS À BAS SALAIRES ET L'UNION EUROPÉENNE.
- REMARQUES RELATIVES AUX EFFETS DE LA STRATÉGIE BRITANNIQUE DE SORTIE DU SME.
- NOTES DE LECTURE.
- SÉMINAIRES.

123 p., 110 F., en vente à
La Documentation Française
29/31, quai Voltaire - 75344 Paris Cedex 07

LA LETTRE DU CEPII

RÉDACTION
Centre d'études prospectives
et d'informations internationales,
9, rue Georges-Pitard
75015 Paris
Tél. 33 (1) 48 42 64 14
Fax : 33 (1) 53 68 55 03

DIRECTEUR DE LA
PUBLICATION
Jean Pisani-Ferry
RÉDACTEUR EN CHEF
Claire Lefèvre
CONCEPTION GRAPHIQUE
Pierre Dusser
RÉALISATION
Arnüick Hutteau
DIFFUSION
La Documentation française.

ABONNEMENT
(11 numéros)
France 295 F
Europe 350 F
Hors Europe 440 F
(envoi par avion)

Commande adressée à :
La Documentation française,
124, rue Henri Barbusse
93308 Aubervilliers Cedex.

ISSN 0243-1947

CCP n° 1462 AD
1^{er} trimestre 1996
Mars 1996

Imp. ROBERT-PARIS
Imprimé en France.

*Cette lettre est publiée sous la
responsabilité de la direction du
CEPII. Les opinions qui y sont
exprimées sont celles des auteurs.*